

美国 2 月非农点评：就业小幅放缓，降息预期暂掩衰退担忧



沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004



杨见一 研究助理
Email:yangjianyi@lczq.com

核心观点：

美国 2 月非农新增 15.1 万人，失业率回升至 4.1%。2 月新增就业彭博一致预期为 16 万，新增就业前值 12.5 万；失业率预期 4.0%，前值 4.1%。家庭调查（CPS）口径的劳动力人数减少 38.5 万人，劳动参与率下降至 62.4%。劳工部小幅调整了 12 月和 1 月的新增非农就业数据，1 月由初值公布的 14.3 万下调至 12.5 万，12 月由初值的 25.6 万上调至 32.3 万，合计上调了 4.9 万人，修订后近三月平均新增就业 20 万。2 月美国劳动力市场持续边际放缓，但新增就业总量与失业率水平仍然稳健。

2 月商品生产就业有所修复，服务业就业仍然较弱。商品生产就业新增 3.4 万，前值-0.7 万。其中，建筑业就业为主要支撑，2 月新增 1.9 万，前值 0.2 万；采矿伐木业（+0.5 万，前值-0.4 万）与制造业（+1 万，前值-0.5 万）就业修复显著。服务行业就业 2 月新增 10.6 万，前值 8.8 万。其中零售业就业（-0.6 万，前值 3 万）大幅放缓，对应近期零售行业罢工及零售数据不及预期；休闲酒店业新增（-1.6 万，前值-1.4 万）持续低迷拖累服务业就业。最后，2 月政府就业新增仅 1.1 万（前值 4.4 万），或受到马斯克牵头的政府裁员行动影响。

裁员、失业金、U6 失业率等就业数据指向美国就业市场放缓。劳工部就业报告中，2 月 U6 广义失业率数据由上月的 7.5% 迅速攀升至 8%，反映美国失业水平有所上升。因经济原因兼职人数亦有所上升，2 月被迫兼职人数上升至 489.9 万，较上月增加了 48.3 万人，美国就业质量边际下行趋势渐显。除劳工部就业报告外，其他就业数据同样反映美国就业市场走弱。例如，2 月挑战者裁员人数大幅上升 12 万人，同比增加 103%。周频失业金数据近期多次超预期，反映美国实际失业人数正在上行。

就业小幅不及预期加深降息预期，反而减轻衰退担忧。由于近期美国其他经济指标不及预期，市场自 2 月下旬开始交易美国经济衰退，同时在特朗普关税政策不确定的背景下持续震荡。2 月不及预期的就业数据温和转弱，对应美联储降息幅度上升，但并未加深市场的经济衰退担忧。数据公布后，美股有所修复，美债收益率小幅上行、美元略微走弱，市场对美联储 2025 年降息次数的预期提升至 3 次。

风险提示：美国就业下行超预期，美联储货币政策超预期，特朗普政策负面影响超预期。

相关报告

- 行稳致远——2025 年政府工作报告解读
2025.03.06
- 2 月 PMI 数据点评：制造业景气度改善，重返扩张区间
2025.03.04
- 美国 1 月宏观月报：数据强劲、联储鹰派，降息仍需等待
2025.02.17

目 录

1. 美国 2 月就业表现略低于预期.....	4
2. 市场影响：就业温和走弱加深降息预期	8
3. 风险提示	9

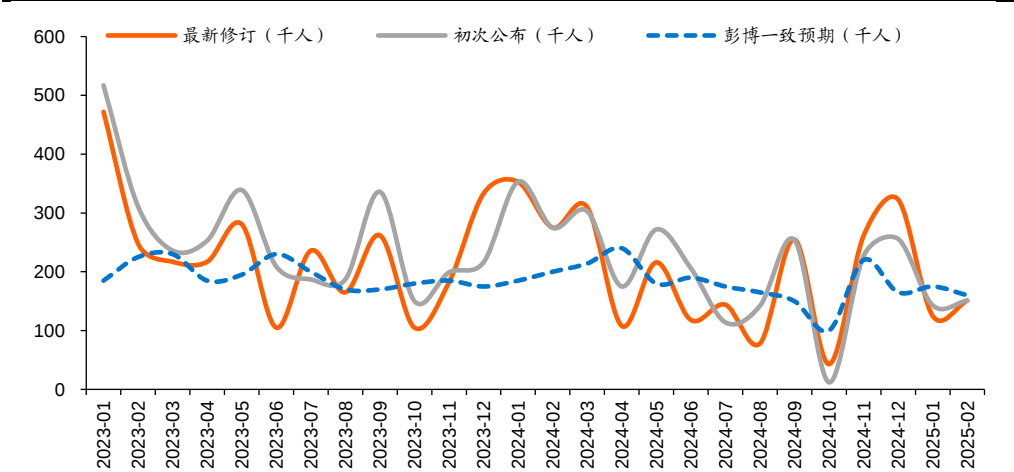
图表目录

图 1	美国非农就业数据公布同时修正前 2 个月数据	4
图 2	最近 12 个月美国新增非农就业分布, 按行业 (千人)	4
图 3	美国失业率与美联储 SEP 指引 (%)	5
图 4	美国劳动力供需再平衡, 就业缺口基本弥合 (千人)	5
图 5	美国劳动力参与率及同比增速 (%)	6
图 6	美国非农名义平均时薪及实际时薪同比 (%)	6
图 7	美国非农名义平均时薪及实际时薪环比 (%)	6
图 8	最近 12 个月美国各行业平均时薪同比增速 (%)	6
图 9	美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)	7
图 10	美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)	7
图 11	美国企业职位空缺率及同比增速 (%)	7
图 12	Indeed 领先指标与职位空缺数	7
图 13	美国挑战者企业裁员人数大幅走高 (人, %)	7
图 14	美国初次与持续申领失业金人数 (万人)	7
图 15	美国广义失业率和狭义失业率 (%)	8
图 16	美国因经济原因兼职人数 (人)	8
图 17	美国服务业平均周工时 (小时)	8
图 18	美国就业市场离职率 (%)	8
图 19	近期市场降息路径大幅下行 (%)	9
图 20	CME 数据显示非农公布后市场预期下半年降息 3 次	9

1. 美国 2 月就业表现略低于预期

美国 2 月非农新增 15.1 万人，失业率回升至 4.1%。2 月新增就业彭博一致预期为 16 万，新增就业前值 12.5 万；失业率预期 4.0%，前值 4.1%。家庭调查（CPS）口径的劳动力人数减少 38.5 万人，劳动参与率下降至 62.4%。劳工部小幅调整了 12 月和 1 月的新增非农就业数据，1 月由初值公布的 14.3 万下调至 12.5 万，12 月由初值的 25.6 万上调至 32.3 万，合计上调了 4.9 万人，修订后近三月平均新增就业 20 万。2 月美国劳动力市场持续边际放缓，但新增就业总量与失业率水平仍然稳健，具有一定韧性。

图1 美国非农就业数据公布同时修正前 2 个月数据



资料来源：BLS，联储证券研究院

2 月商品生产就业有所修复, 服务业就业仍然较弱。商品生产行业就业新增 3.4 万，前值-0.7 万。其中，建筑业就业为主要支撑，2 月新增 1.9 万，前值 0.2 万；采矿伐木业（+0.5 万，前值-0.4 万）与制造业（+1 万，前值-0.5 万）就业修复显著。服务行业就业 2 月新增 10.6 万，前值 8.8 万。其中零售业就业（-0.6 万，前值 3 万）大幅放缓，对应近期零售行业罢工及居民消费放缓，零售数据不及预期。休闲酒店业新增（-1.6 万，前值 1.4 万）持续低迷拖累服务业就业。最后，2 月政府就业新增仅 1.1 万（前值 4.4 万），或受到马斯克牵头的政府裁员行动影响。

图2 最近 12 个月美国新增非农就业分布，按行业（千人）

			当月增加（千人）											
项目	趋势		2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02
总量			310	108	216	118	144	78	255	43	261	323	125	151
非农总量			33	-3	12	2	21	2	15	-53	28	4	-7	34
商品			2	-5	-4	0	1	0	1	0	2	-1	-4	5
采矿伐木			37	-5	13	18	14	28	26	-1	6	15	2	19
制造业			-6	7	3	-16	6	-26	-12	-52	20	-10	-5	10
服务			199	111	194	95	78	35	240	96	216	283	88	106
批发			10	7	-2	6	5	7	2	7	5	13	-4	9
零售			19	14	8	-20	-4	-15	7	9	-14	34	30	-6
运输和仓储			5	21	26	11	-2	11	8	-10	28	34	19	18
公用事业			-1	0	1	1	0	0	3	-1	0	-1	1	1
信息			2	-3	-1	0	-16	-8	1	-2	5	17	3	5
金融活动			4	-3	12	13	-4	7	6	5	16	12	14	21
专业和商业服务			17	-17	55	-11	-4	-47	22	-10	37	36	-39	-2
私立教育和医疗保健			76	98	69	82	67	67	91	74	73	83	66	73
休闲和酒店			54	-9	18	4	38	9	61	-8	54	47	-14	-16
其他服务			12	4	7	8	-3	4	6	-3	12	7	13	4
政府			78	0	10	21	45	41	33	34	17	36	44	11

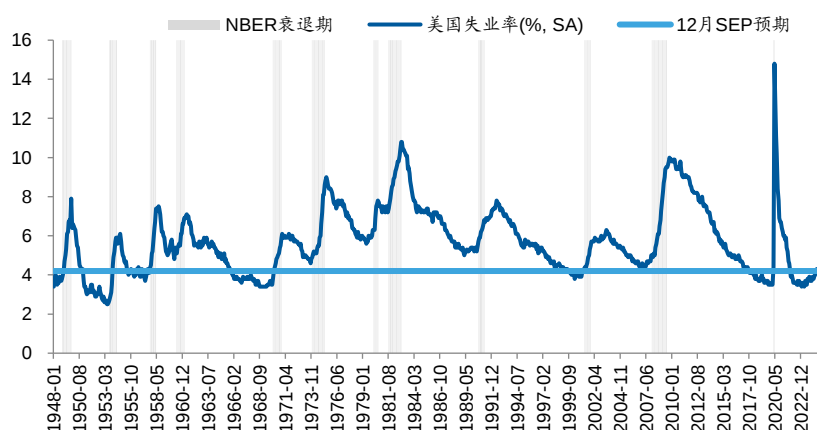
资料来源：BLS，联储证券研究院

多因素共振导致美国 2 月就业数据不及预期。首先，政府部门就业大幅下降，与特朗普移民和裁员政策有关。2 月特朗普移民政策开始实施，实施强度虽不及预期，但仍对劳动力供给形成拖累，造成外来劳动力流失。2 月中旬以后，政府效率部（DOGE）通

过多种方式推动裁员政策落地，对政府就业的影响已经显现。然而，近期动态显示政府效率部的行动“仍在路上”，未来数月或有更大动作，预计美国政府就业对整体非农新增仍将持续形成拖累。除此之外，受到2月寒冷天气影响，餐饮娱乐等行业新增就业人数季节性放缓，但后续或逐步修复。

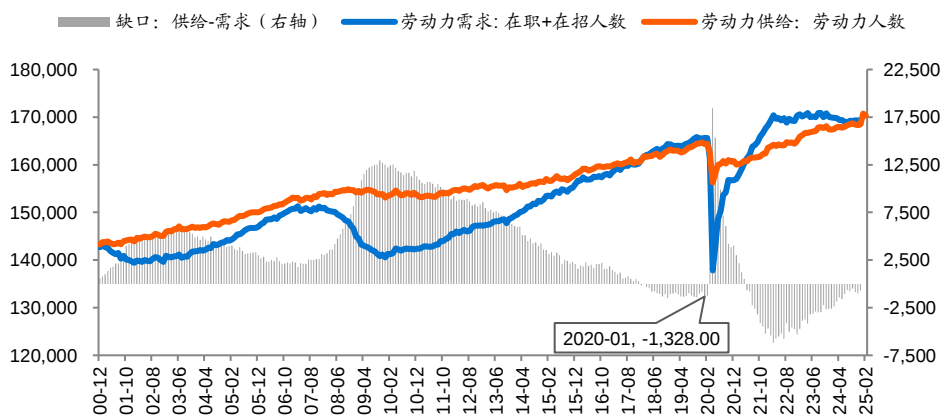
裁员、失业金、U6 失业率等就业数据指向美国就业市场放缓。劳工部就业报告中，2月U6广义失业率数据由上月的7.5%迅速攀升至8%，反映美国失业水平有所上升。因经济原因兼职人数亦有所上升，2月被迫兼职人数上升至489.9万，较上月增加了48.3万人，美国就业质量边际下行趋势渐显。除劳工部就业报告外，其他就业数据同样反映美国就业市场走弱。例如，2月挑战者裁员人数大幅上升12万人，同比增加103%。周频失业金数据近期多次超预期，反映美国实际失业人数正在上行。

图3 美国失业率与美联储 SEP 指引 (%)



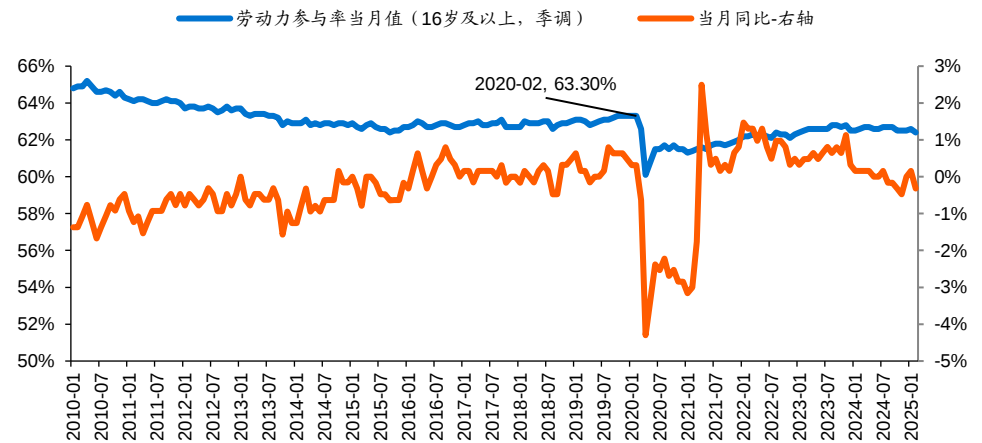
资料来源：BLS，美联储，联储证券研究院

图4 美国劳动力供需再平衡，就业缺口基本弥合（千人）



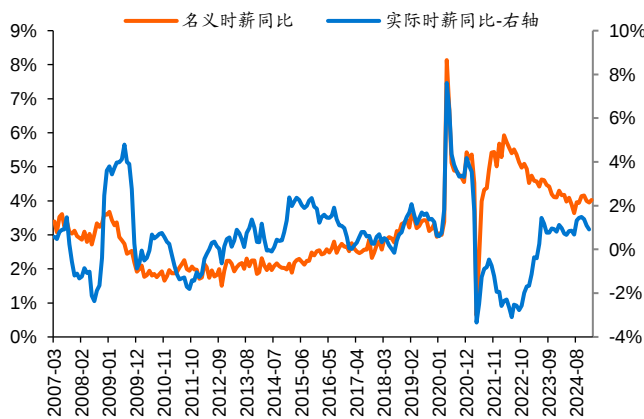
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图5 美国劳动力参与率及同比增速 (%)



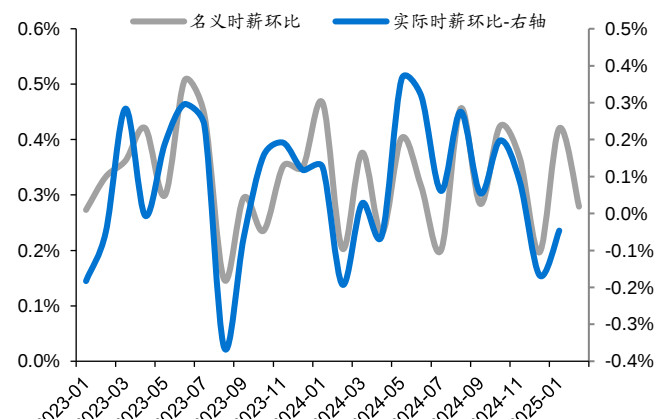
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图6 美国非农名义平均时薪及实际时薪同比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图7 美国非农名义平均时薪及实际时薪环比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

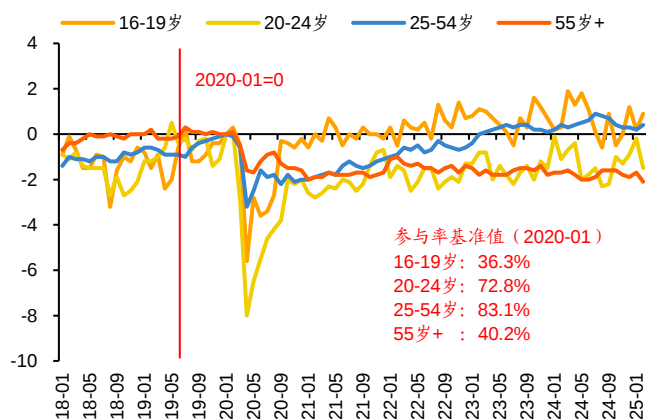
图8 最近 12 个月美国各行业平均时薪同比增速 (%)

部门	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02
非农平均	4.18%	3.98%	4.09%	3.89%	3.63%	3.95%	3.94%	4.14%	4.15%	3.99%	3.95%	4.02%
商品生产	5.40%	5.10%	5.02%	4.97%	4.52%	4.66%	4.64%	4.60%	4.32%	4.18%	4.05%	4.18%
采矿和伐木业	5.13%	5.36%	4.32%	4.74%	3.82%	3.70%	2.89%	3.39%	3.30%	2.70%	2.52%	1.95%
建筑业	4.92%	5.12%	4.77%	4.81%	4.28%	4.32%	4.75%	4.48%	4.25%	4.42%	4.02%	4.24%
制造业	5.49%	4.96%	5.13%	5.00%	4.64%	4.88%	4.58%	4.63%	4.36%	4.00%	4.05%	4.22%
服务提供	3.88%	3.72%	3.89%	3.66%	3.47%	3.76%	3.78%	4.04%	4.11%	3.92%	3.90%	4.01%
贸易、运输和能源	3.98%	3.47%	3.67%	2.99%	2.85%	3.01%	2.76%	3.24%	3.37%	2.57%	2.59%	2.65%
零售	2.74%	2.10%	2.73%	2.26%	2.13%	2.29%	2.12%	2.96%	3.57%	2.64%	3.05%	2.71%
批发	3.22%	3.07%	3.04%	2.03%	2.17%	1.92%	1.78%	2.30%	2.37%	1.94%	1.85%	2.30%
信息	2.53%	3.07%	2.32%	2.96%	3.27%	4.12%	4.09%	5.86%	4.51%	3.87%	4.74%	4.57%
金融活动	5.59%	6.10%	5.89%	5.13%	4.73%	4.51%	3.99%	4.37%	4.03%	4.13%	4.02%	4.18%
专业和商务服务	4.18%	3.88%	4.14%	4.13%	3.63%	4.25%	4.73%	4.86%	5.06%	5.12%	4.93%	5.11%
教育和健康服务	3.38%	3.37%	3.54%	3.62%	3.55%	3.69%	3.80%	3.76%	4.11%	4.17%	4.24%	4.08%
休闲接待	4.30%	4.04%	3.93%	3.77%	3.86%	3.99%	4.13%	3.87%	3.76%	3.70%	3.69%	3.68%
其他服务	4.84%	4.86%	5.08%	4.55%	4.83%	4.77%	4.56%	4.68%	4.57%	4.22%	4.49%	4.67%

资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

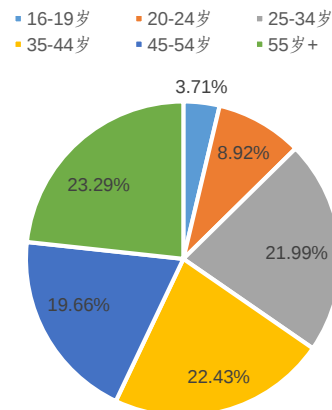
*颜色以当月非农平均时薪为基准（白色）

图9 美国疫情后各年龄段劳动力参与率恢复水平 (%)



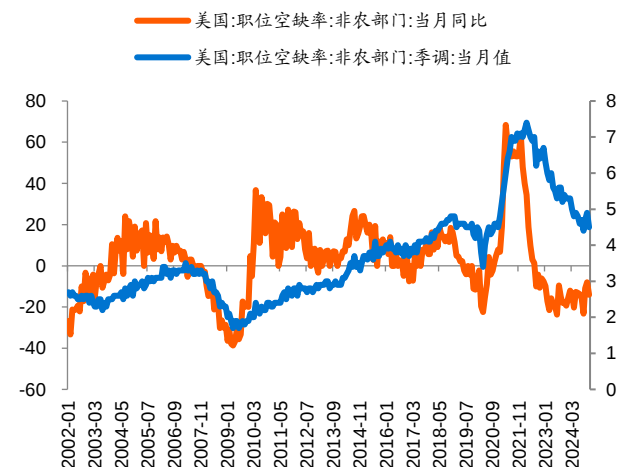
资料来源: FRED, 联储证券研究院

图10 美国各年龄段劳动力人数分布 (千人, %)



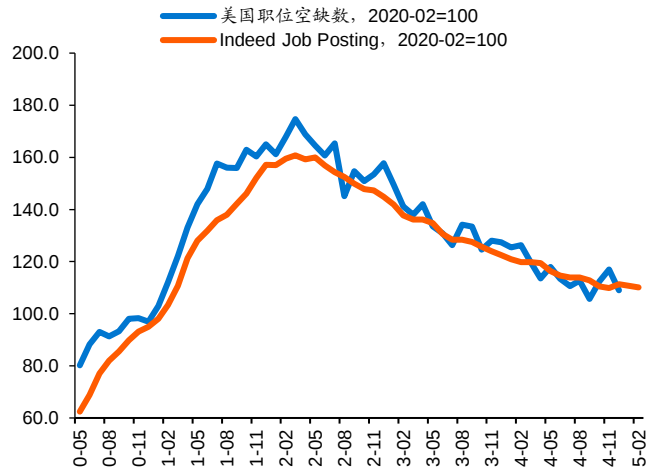
资料来源: BLS, 联储证券研究院

图11 美国企业职位空缺率及同比增速 (%)



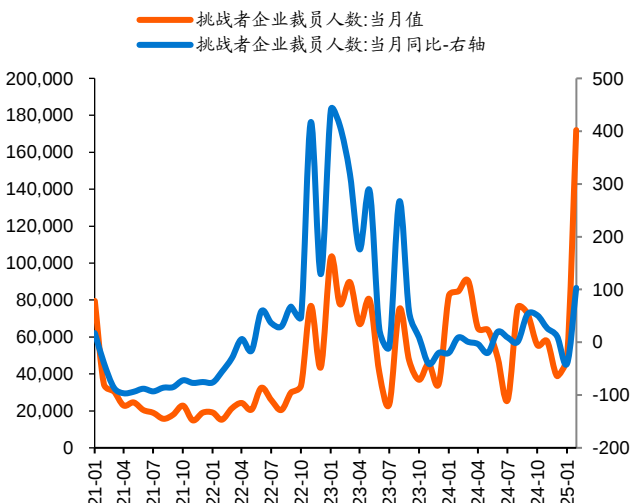
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图12 Indeed 领先指标与职位空缺数



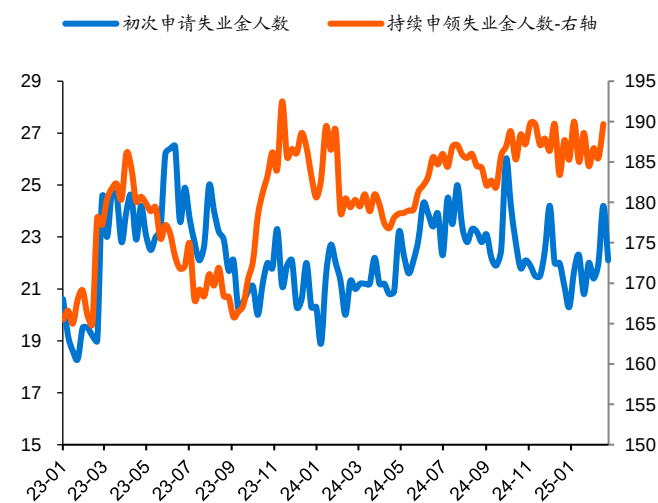
资料来源: FRED, 联储证券研究院

图13 美国挑战者企业裁员人数大幅走高 (人, %)



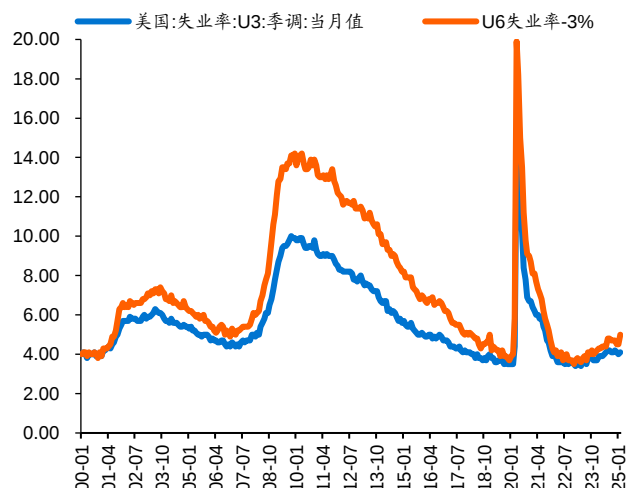
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图14 美国初次与持续申领失业金人数 (万人)



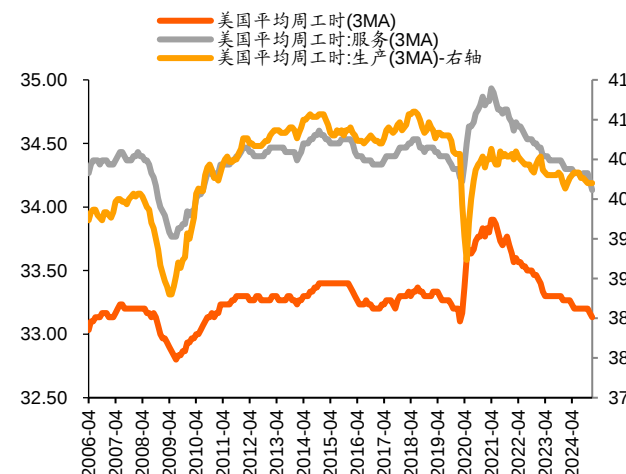
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图15 美国广义失业率和狭义失业率 (%)



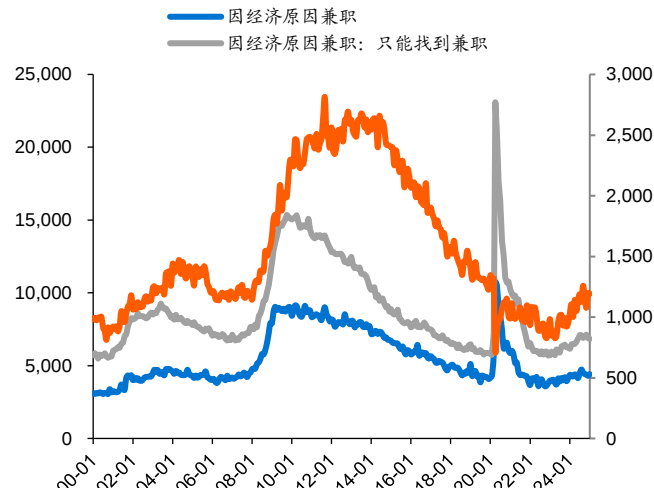
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图17 美国服务业平均周工时 (小时)



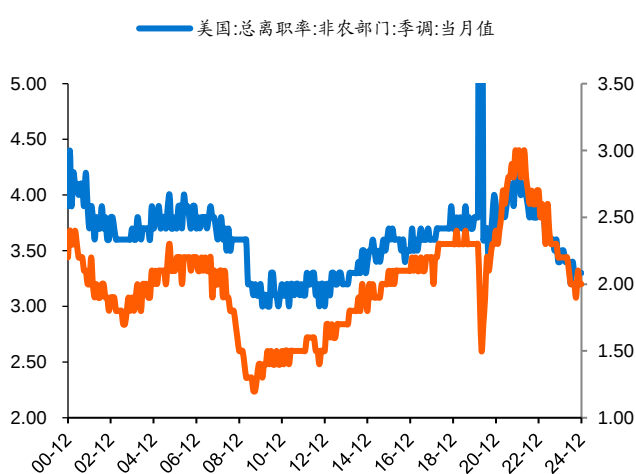
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图16 美国因经济原因兼职人数 (人)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图18 美国就业市场离职率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

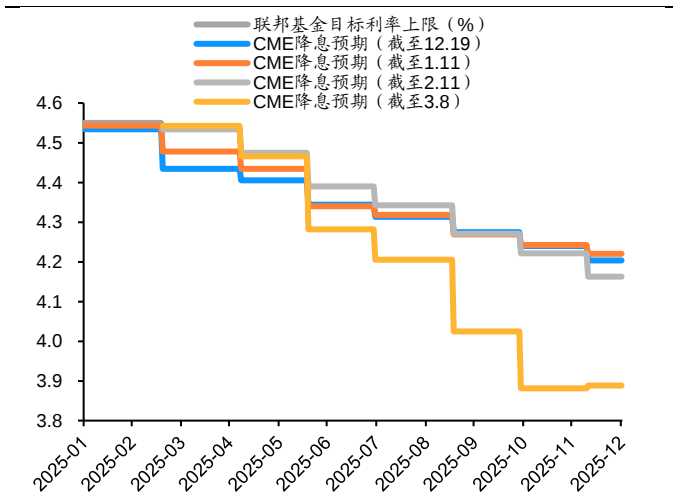
2. 市场影响：就业温和走弱加深降息预期

美国衰退交易再起，非农数据表现加深降息预期。由于前期美国其他经济指标如零售数据、制造业 PMI、裁员人数、GDPNow 等数据表现不及预期，市场自 2 月下旬开始交易美国经济衰退和美联储降息，同时在特朗普关税政策不确定的背景下持续震荡。2 月不及预期的就业数据再次印证了市场对美联储即将降息的判断。但同时，由于 2 月就业数据弱于预期的程度有限，较其他高频就业数据的下行更为“温和”，数据公布并未加深市场的经济衰退担忧。数据公布当天，美股小幅修复，美债收益率小幅上行、美元略微走弱，市场对美联储 2025 年降息次数的预期提升至 3 次，整体幅度 75bps，时间分别在 6、9、10 月。

断言美国经济“走向衰退”仍为时尚早，应谨慎对待市场预期波动。尽管近期美国经济数据放缓、特朗普关税政策频发、美联储政策不确定性较强，但目前断言美国经济已经走向衰退仍为时尚早。一方面，2025 年特朗普政策大概率“先紧后松”，当前市场或过多关注上半年关税政策的“紧缩”，而忽略下半年减税等政策的“宽松”。另一方面，GDPNow 等美国经济领先指标或存在低估美国经济表现的可能，最新一期 PMI 数据超预期修复后市场也随之减轻衰退担忧。当前美国市场在不确定情绪驱动下波动较大，对数据敏感程度大幅上升，或放大数据本身隐含的宏观信号。后续我们建议持续关注美国

经济数据、特朗普政策走向及美联储前瞻指引，进一步观察美国宏观环境发展趋势。

图19 近期市场降息路径大幅下行 (%)



资料来源：CME，联储证券研究院

图20 CME 数据显示非农公布后市场预计下半年降息 3 次

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
3/19/2025					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	97.0%
5/7/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	31.8%	67.3%
6/18/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	23.6%	57.8%	17.9%
7/30/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	7.8%	34.2%	45.4%	12.4%
9/17/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.8%	27.2%	42.5%	21.1%	3.3%
10/29/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.2%	17.4%	35.5%	30.8%	11.4%	1.5%
12/10/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.2%	17.2%	35.2%	30.9%	11.7%	1.7%
1/28/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.1%	22.2%	34.0%	25.6%	8.9%	1.2%
3/18/2026	0.0%	0.0%	0.2%	1.9%	9.3%	24.0%	32.8%	23.1%	7.8%	1.0%
4/29/2026	0.0%	0.0%	0.6%	3.9%	13.3%	26.3%	30.2%	19.0%	6.0%	0.8%
6/17/2026	0.0%	0.0%	0.6%	3.6%	12.4%	25.1%	29.8%	20.0%	7.1%	1.2%
7/29/2026	0.0%	0.1%	1.1%	5.1%	14.6%	25.9%	28.1%	17.8%	6.1%	1.0%
9/16/2026	0.0%	0.2%	1.2%	5.4%	14.9%	26.0%	27.8%	17.5%	6.0%	1.0%
10/28/2026	0.0%	0.1%	1.1%	5.0%	14.1%	25.0%	27.7%	18.4%	7.0%	1.4%
12/9/2026	0.1%	1.0%	4.5%	12.9%	23.6%	27.3%	19.6%	8.4%	2.1%	0.3%

资料来源：CME，联储证券研究院

3. 风险提示

美国就业下行超预期，美联储货币政策紧缩超预期，特朗普政策负面影响超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000